

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Penelitian Terdahulu

Rafela (2016) meneliti tentang Analisis Perbedaan *Abnormal Return* Sebelum Dan Sesudah Pengumuman Peringkat Obligasi Di Indonesia. Objek dalam penelitian ini adalah 6 perusahaan pada tahun 2010-2015. Hasil menunjukkan bahwa terdapat perbedaan *abnormal return* positif yang ditunjukkan pada h-2 yang mengindikasikan terdapat kebocoran informasi dan mengakibatkan investor bereaksi lebih awal. Hasil hipotesis kedua tidak terdapat *cumulative abnormal return* signifikan secara statistik sebelum maupun sesudah pengumuman peringkat. Hal tersebut dapat berarti investor menggolongkan sinyal yang diberikan oleh perusahaan sebagai *bad news*.

Srianingsih (2015) meneliti tentang Pengaruh Pengumuman Peringkat Sukuk Terhadap Reaksi Pasar. Objek dalam penelitian ini adalah 11 perusahaan pada tahun 2010-2014. Hasil menunjukkan Terdapat pengaruh pengumuman peringkat sukuk terhadap reaksi pasar. Tidak ada perbedaan *return* saham antara sebelum dan sesudah pengumuman peringkat sukuk. Reaksi pasar yang terjadi menggambarkan efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*), karena investor masih dapat menikmati *abnormal return* karena pengumuman peringkat sukuk selama jangka waktu yang singkat yaitu 2 hari.

Wati (2016) meneliti tentang Pengaruh Pengumuman Peringkat Obligasi Terhadap Reaksi Pasar Saham Di Bursa Efek Indonesia (Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2005 – 2013). Objek dalam penelitian ini adalah 18 perusahaan terdapat 41 *event*. Hasil pertama, menunjukkan Pengaruh *Bond Rating* Terhadap Imbal Hasil Saham di Bursa Efek Indonesia terjadi pengaruh positif pengumuman peringkat obligasi terhadap harga saham karena nilai ROR lebih besar dari bunga obligasi. Kedua, hasil menunjukkan adanya pengaruh positif kenaikan peringkat obligasi terhadap harga saham karena nilai ROR lebih tinggi dari Bunga obligasi. Ketiga, hasil menunjukkan tidak adanya pengaruh negatif pengumuman penurunan peringkat dikarenakan nilai ROR lebih besar dari bunga obligasi.

B. Landasan Teori

1. Obligasi

Obligasi (*bond*) menurut Hartono (2013: 182) merupakan utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Jadi, obligasi tersebut adalah suatu utang atau kewajiban jangka panjang (*bond*). Nilai utang dari obligasi akan dibayarkan pada saat jatuh tempo yang artinya mempunyai lama waktu pelunasan yang ditentukan serta akan dinyatakan didalam surat utangnya. Obligasi relatif mudah dimengerti karena besarnya pembayaran sudah ditentukan dari awal dan risiko yang ditanggung dapat menjadi relatif lebih kecil selama penerbit obligasi dapat dipercaya kemampuannya dalam membayar hutang.

Sudana (2011: 75) mendefinisikan bahwa Obligasi merupakan surat utang jangka menengah atau panjang, yang dapat dipindah tangankan dan berisi janji dari pihak yang menerbitkan obligasi, untuk membayar imbalan berupa bunga atau kupon pada periode tertentu, serta melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Obligasi mempunyai beberapa karakteristik, yaitu:

- a. Bunga (*coupon*), adalah salah satu bentuk pendapatan yang diperoleh pemegang obligasi, selain pendapatan berupa gain. Terdapat obligasi dengan bunga tidak tetap atau mengambang yang besar kecilnya tergantung pada perkembangan suku bunga di pasar.
- b. Nilai nominal (*face value or par value*), merupakan jumlah nilai yang akan dibayar kembali ketika obligasi jatuh tempo.
- c. Jatuh tempo (*maturity*), yaitu tanggal saat nilai nominal obligasi harus dilunasi oleh perusahaan yang menerbitkan obligasi.

2. Macam-macam Obligasi

Menurut Hartono (2013: 186) terdapat beberapa macam obligasi ditinjau dari penerbitnya, diantaranya yaitu:

- a. Obligasi Pemerintah (*Government Bond*)

Pemerintah juga membutuhkan dana untuk pembangunan negara. Salah satunya dengan utang jangka panjang kepada masyarakat. Obligasi pemerintah mempunyai sifat yang sama dengan obligasi perusahaan, hanya saja bedanya penerbitnya adalah pemerintah bukan perusahaan,

sehingga obligasi pemerintah lebih aman dibandingkan dengan obligasi perusahaan.

b. Municipal Bond

Municipal Bond adalah obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah daerah, seperti misalnya pemerintah provinsi, kota, dan kabupaten. Pemerintah daerah biasanya mengeluarkan obligasi ini untuk pembiayaan modal, seperti membangun jalan raya, perumahan rakyat, rumah sakit umum, universitas dan lainnya.

c. Obligasi Perusahaan (Corporate Bond)

Obligasi perusahaan (*Corporate Bond*) adalah surat utang jangka panjang yang dikeluarkan oleh perusahaan swasta dengan nilai utang akan dibayarkan kembali pada saat jatuh tempo dengan pembayaran kupon yang sudah ditentukan di kontrak utangnya. Obligasi perusahaan biasanya dilindungi dengan *bondindenture*, yaitu janji perusahaan penerbit obligasi untuk mematuhi semua ketentuan yang dituliskan kepada pihak tertentu yang dipercaya atau (*truste*). *Truste* adalah suatu bank atau perusahaan trust yang akan bertindak mewakili pemegang obligasi. Salah satu isi dari *indenture* misalnya pembayaran kupon tepat waktu dan jika perusahaan melanggarnya, maka pemegang obligasi berhak membatalkan obligasinya dengan meminta semua investasinya.

3. Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi (*bond rating*) merupakan simbol-simbol atau karakter yang diberikan oleh agen peringkat untuk menunjukkan risiko dari obligasi. Obligasi memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan saham (Hartono, 2013: 202). Menurut Brigham dan Houston (2006; 373) peringkat obligasi merupakan peringkat yang menyatakan mutu obligasi yang mencerminkan kemungkinan gagal bayar yang disebut dengan risiko kredit.

Suatu obligasi dikatakan mengalami kenaikan peringkat bila kategori peringkat obligasi pada periode saat ini lebih tinggi dari kategori peringkat obligasi pada periode sebelumnya, misalnya terjadi kenaikan peringkat obligasi dari A- menjadi A dan dari A menjadi A+, sedangkan dikatakan mengalami penurunan peringkat apabila kategori peringkat obligasi pada periode saat ini lebih rendah dari kategori peringkat pada periode sebelumnya, misalnya terjadi penurunan peringkat obligasi dari A menjadi BBB dan dari BBB+ menjadi BBB-.

Salah satu indikator penting untuk mengetahui tingkat risiko yang dihadapi oleh perusahaan penerbit obligasi, tercermin dalam peringkat obligasinya (Sundjaja *et al*, 2007: 310). Obligasi yang mempunyai peringkat tinggi menghasilkan tingkat pengembalian yang rendah dibandingkan dengan obligasi yang mempunyai peringkat rendah. Peringkat obligasi hanya mempertimbangkan kemungkinan perusahaan penerbit gagal memenuhi kewajibannya, baik untuk membayar bunga maupun nilai nominalnya.

Peringkat obligasi memiliki arti penting baik bagi perusahaan maupun investor. Pertama, karena peringkat obligasi adalah indikator dari risiko gagal bayar, peringkat ini memiliki pengaruh langsung yang dapat diukur pada tingkat suku bunga obligasi dan biaya utang perusahaan. Kedua, kebanyakan obligasi dibeli oleh investor institusional daripada individual, dan banyak institusi dibatasi hanya berinvestasi pada sekuritas yang layak investasi (Brigham dan Houston, 2006: 375).

4. Lembaga Pemeringkat

Perusahaan pemeringkat obligasi yang terkenal didunia adalah Moody's dan Standard & Poor's (S&P). Peringkat obligasi dibuat berdasarkan hasil penilaian terhadap *credit-worthiness* perusahaan penerbit obligasi (Sudana, 2011: 78). Pengertian *credit-worthiness* yang digunakan Moody's dan S&P adalah didasarkan pada kemungkinan gagalnya perusahaan dan proteksi yang dimiliki kreditur jika terjadi kegagalan. Selain itu menurut Bodie et, all. (2006: 38) lembaga-lembaga pemeringkat mengeluarkan sebagian besar peringkat berdasarkan analisis tren dan kecenderungan dari tingkat rasio keuangan perusahaan penerbit obligasi.

Setiap lembaga pemeringkat mempunyai simbol peringkat yang berbeda-beda tetapi mempunyai pengertian yang sama. Penambahan + (plus)/ - (minus) sering digunakan untuk menunjukkan relativitas kualitas perusahaan. Salah satu pemeringkat lokal adalah PT. PEFINDO atau "PT Pemeringkat Efek Indonesia" didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember

1993, atas prakarsa BAPEPAM dan Bank Indonesia. Pada tanggal 13 Agustus 1994, PT. PEFINDO memperoleh lisensi dari BAPEPAM (No. 39/PM-PI/1994) dan menjadi salah satu institusi pendukung di pasar modal Indonesia.

Fungsi utama dari PT.PEFINDO adalah memberikan peringkat yang obyektif, independent dan dapat dipercaya terhadap risiko kredit (*credit risk*) sekuritas utang (*debt securities*) secara publik. Peringkat obligasi dari AAA sampai B dapat dimodifikasi menggunakan notasi plus (+) atau minus (-) untuk menunjukkan kekuatan relatif dalam kategori peringkat tersebut. Berikut adalah tabel 2.1 peringkat menurut agen PT. PEFINDO:

Tabel 2.1. Peringkat Obligasi menurut PT. PEFINDO

Peringkat	Keterangan
idAAA	Obligasi dengan peringkat idAAA adalah obligasi dengan peringkat tertinggi yang diberikan oleh PT.PEFINDO. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat superior dibandingkan dengan penerbit obligasi Indonesia lainnya.
idAA	Obligasi dengan peringkat idAA hanya berbeda sedikit dengan obligasi peringkat idAAA. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi lainnya.
idA	Obligasi dengan peringkat idA mengindikasikan kapasitas penerbit obligasi untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya relative kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi lainnya, tetapi obligasi ini tetap lebih mudah terpengaruh oleh perubahan keadaan dan kondisi ekonomi daripada obligasi peringkat idAAA dan idAA
idBBB	Obligasi dengan peringkat idBBB mengindikasikan parameter yang cukup aman dibandingkan dengan obligasi lainnya. Memburuknya kondisi ekonomi dan keadaan akan mempengaruhi kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.

Lanjutan Peringkat Obligasi menurut PT. PEFINDO

Peringkat	Keterangan
idB	Obligasi dengan peringkat idB menggambarkan parameter perlindungan yang relatif lemah dibandingkan dengan obligasi lainnya. penerbit obligasi masih mempunyai kapasitas untuk membayar kewajiban jangka panjangnya tetapi adanya kondisi-kondisi ekonomi, bisnis, dan financial yang buruk akan sangat mempengaruhi kapasitas dan kemauan penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.
idCCC	Obligasi dengan peringkat idCC berpotensi untuk tidak membayar kewajibannya dan tergantung pada kondisi financial dan bisnis yang baik untuk dapat membayar kewajibannya tersebut.
idSD	Obligasi dengan peringkat idSD (<i>Selective Devault</i>) akan diberikan pada penerbit obligasi yang telah gagal membayar satu atau lebih obligasinya pada saat jatuh tempo. Rating SD diberikan oleh PEFINDO jika penerbit obligasi telah gagal membayar salah satu obligasinya tetapi akan tetap membayar obligasi lainnya tepat waktu.
idD	Obligasi diberi peringkat idD jika penerbit obligasi tersebut gagal membayar kewajibannya dan otomatis diberikan pada saat penerbit pertama kali gagal membayar kewajibannya. Pengecualian diberikan jika pembayaran bunga telah lewat dari tanggal jatuh tempo tetapi masih didalam periode <i>grace</i> atau telatnya pembayaran terjadi karena adanya perselisihan komersial <i>bona fide</i> .

Sumber: PT. PEFINDO 2016

5. Manfaat Peringkat Obligasi

Menurut Rahardjo (2003: 100) terdapat 3 Manfaat dari proses pemeringkatan obligasi adalah:

- Manfaat umum dari proses pemeringkatan sebagai berikut:

- 1) Sistem informasi keterbukaan pasar yang transparan yang menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.
 - 2) Efisiensi biaya. Hasil peringkat obligasi yang bagus biasanya memberikan keuntungan, yaitu menghindari kewajiban persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan, seperti penyediaan *sinking fund* dan jaminan asset.
 - 3) Menentukan besarnya *coupon rate*, semakin bagus peringkatnya, cenderung semakin rendah nilai *coupon rate* dan sebaliknya.
 - 4) Memberikan informasi yang obyektif dan independent menyangkut kemampuan pembayaran hutang, tingkat risiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkatan hutang tersebut.
 - 5) Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.
- b. Manfaat yang akan diperoleh oleh investor sebagai berikut:
- 1) Informasi risiko investasi. Suatu informasi risiko dapat diketahui lebih jelas posisinya, tujuan utama investasi adalah untuk meminimalkan risiko serta mendapatkan keuntungan yang maksimal.
 - 2) Rekomendasi investasi. Investor akan dengan mudah mengambil keputusan investasi berdasarkan hasil peringkat kinerja emiten obligasi.

- 3) Perbandingan. Hasil *rating* akan dijadikan patokan dalam membandingkan obligasi yang satu dengan yang lain, serta membandingkan struktur yang lain seperti suku bunga dan metode penjaminannya.
- c. Manfaat yang akan diperoleh oleh emiten sebagai berikut:
- 1) Informasi posisi bisnis. Pihak perusahaan yang melakukan *rating* akan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
 - 2) Menentukan struktur obligasi. Perusahaan dapat menentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu jatuh tempo, jumlah emisi obligasi serta berbagai struktur lainnya.
 - 3) Mendukung kinerja. Apabila emiten mendapatkan peringkat yang cukup bagus maka kewajiban menyediakan *sinking fund* atau jaminan kredit bisa dijadikan pilihan alternatif.
 - 4) Alat pemasaran. Peringkat obligasi yang baik terlihat lebih menarik sehingga dapat membantu pemasaran obligasi tersebut.
 - 5) Menjaga kepercayaan investor. Peringkat obligasi yang independen akan membuat investor merasa lebih aman sehingga kepercayaan bisa lebih terjaga.

6. Teori Sinyal

Teori sinyal ini dikembangkan dalam literatur ekonomi dan keuangan yang menyatakan bahwa para pekerja dan manajemen (*corporate insiders*) pada umumnya mempunyai informasi yang lebih baik dari pada investor lain tentang kondisi perusahaan saat ini dan prospeknya di masa mendatang. Isyarat atau sinyal menurut Brigham dan Houston (2006: 31) adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan.

Informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*) (Hartono, 2013: 392).

Seorang manajer pada umumnya termotivasi untuk menyampaikan informasi yang baik mengenai perusahaannya ke publik secepat mungkin, misalnya melalui jumpa pers. Namun pihak diluar perusahaan tidak tahu kebenaran dari informasi yang disampaikan tersebut. Jika manajer dapat memberi sinyal yang meyakinkan, maka publik akan terkesan dan hal ini akan

terefleksi pada harga sekuritas. Jadi, dapat disimpulkan karena adanya *asymetric information*, pemberian sinyal kepada investor atau publik melalui keputusan-keputusan manajemen menjadi sangat penting.

Perusahaan lebih banyak mengetahui mengenai kondisi internalnya sendiri dan prospek yang akan datang daripada pihak luar. Teori sinyal mengemukakan bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal yang diberikan dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain.

Salah satu informasi yang dapat dijadikan suatu sinyal adalah pengumuman peringkat obligasi yang dipublikasikan yang diharapkan menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terkait dengan *return* saham yang dimiliki. Informasi tersebut sangat dibutuhkan oleh para kreditur untuk melindungi mereka dari resiko-resiko yang mungkin terjadi terkait dengan obligasi yang dimiliki, karena setiap investor yang melakukan investasi tentunya berharap mendapatkan *return* yang maksimal. Waktu jatuh tempo obligasi bervariasi antara kurang dari 5 tahun atau lebih dari 5 tahun.

7. Efisiensi Pasar

Efisiensi pasar menurut (Tandelilin, 2010: 218) dari sudut pandang investasi berarti bahwa harga pasar yang terbentuk sudah mencerminkan

semua informasi yang tersedia. Konsep pasar efisien menyiratkan adanya proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan yang baru sebagai respon atas informasi yang tersedia bisa saja berasal dari informasi masa lalu (data historis) maupun informasi yang bersifat pendapat rasional yang beredar dipasar yang dapat mempengaruhi perubahan harga dalam hal ini seperti misalnya pengumuman perubahan peringkat obligasi dari perusahaan yang menerbitkan sahamnya di pasar modal.

Pasar dikatakan efisien apabila suatu pasar bereaksi cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi. Menurut Fama (1970) dalam Hartono (2013: 548) mengklasifikasikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu:

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisiensi dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas mencerminkan secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu atau informasi yang sudah terjadi. Perubahan harga dari waktu ke waktu sifatnya adalah random atau acak yang independen. Pengujian dapat dilakukan dengan menguji indenpedensi dari perubahan-perubahan sekuritas. Implikasinya adalah bahwa investor tidak akan bisa

memprediksi nilai pasar saham dimasa lalu dengan menggunakan data historis.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisiensi setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan keuangan perusahaan emiten. Contoh informasi yang dipublikasikan adalah pengumuman laporan keuangan, pengumuman dividen, pengumuman peraturan tertentu, dan lainnya.

Implikasi dari kondisi tersebut adalah investor tidak akan memperoleh keuntungan *abnormal* yang konsisten dengan menggunakan informasi yang dipublikasikan, dalam hal ini pada waktu informasi dipublikasikan, harga langsung berubah menyesuaikan terhadap informasi tersebut. Penyesuaian terjadi secara penuh, sehingga sesudah publikasi informasi tersebut harga menjadi stabil lagi. Pengujian dalam efisiensi pasar setengah kuat dalam hal ini adalah pengumuman peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO dan pengujian dengan *event study*.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisiensi dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat

memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

Penelitian ini melakukan pengujian efisiensi secara informasional bentuk setengah kuat, dalam hal ini jika terdapat *abnormal return* maka pasar harus bereaksi secara cepat untuk menyerap *abnormal return* dan menuju ke harga keseimbangan yang baru. Maka dengan adanya pengumuman peringkat obligasi yang mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman peringkat obligasi tersebut diterima oleh pasar.

Reaksi tersebut ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan dengan menggunakan pengukuran *abnormal return*, sehingga dapat dikatakan bahwa pengumuman peringkat obligasi yang memiliki kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar dan sebaliknya.

8. Alasan-alasan Pasar yang Efisien dan Tidak Efisien

Menurut Hartono (2013: 569) terdapat beberapa alasan yang menyebabkan pasar menjadi efisien dan tidak efisien sebagai berikut:

a. Pasar efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut:

- 1) Investor adalah penerima harga (*price takers*), yang berarti bahwa sebagai pelaku pasar, investor seorang diri tidak dapat mempengaruhi harga dari suatu sekuritas. Harga dari suatu sekuritas ditentukan oleh

banyaknya investor yang menentukan *demand* dan *supply*. Hal seperti ini dapat terjadi jika pelaku- pelaku pasar terdiri dari sejumlah besar institusi-institusi dan individual-individual rasional yang mampu mengartikan dan menginterpretasikan informasi dengan baik untuk menganalisis, menilai dan melakukan transaksi penjualan atau pembelian sekuritas bersangkutan.

- 2) Informasi tersedia secara luas kepada semua pelaku pasar pada saat yang bersamaan dan harga untuk memperoleh informasi tersebut murah. Umumnya pelaku pasar menerima informasi melalui radio, koran, atau media masa lainnya, sehingga informasi tersebut dapat diterima pada saat yang bersamaan.
- 3) Informasi dihasilkan secara acak (*random*) dan tiap-tiap pengumuman informasi sifatnya *random* satu dengan yang lainnya. Informasi dihasilkan secara *random* mempunyai arti bahwa investor tidak dapat memprediksi kapan emiten akan mengumumkan informasi baru.
- 4) Investor bereaksi dengan menggunakan informasi secara penuh dan cepat, sehingga harga dari sekuritas berubah dengan semestinya mencerminkan informasi tersebut untuk mencapai keseimbangan yang baru. Kondisi ini dapat terjadi jika pelaku pasar merupakan individual-individual yang canggih (*sophisticated*) yang mampu memahami dan menginterpretasikan informasi dengan cepat dan baik.

b. Pasar tidak efisien dapat terjadi karena peristiwa-peristiwa sebagai berikut:

- 1) Terdapat sejumlah kecil pelaku pasar yang dapat mempengaruhi harga sekuritas.
- 2) Harga dari sekuritas mahal dan terdapat akses yang tidak seragam antara pelaku pasar yang satu dengan yang lainnya terhadap suatu informasi. Kondisi ini terjadi jika penyebaran informasi tidak merata atau mungkin kondisi ini disengaja karena pemilik informasi memang tidak berniat untuk menyebarkan informasinya. Informasi yang tidak simetris (*information asymmetric*) terjadi dimana sebagian pelaku pasar mempunyai informasi dan sebagian tidak. Mereka yang mempunyai akses privat terhadap informasi privat dan menggunakannya untuk bertransaksi disebut *insider trader* dan itu melanggar hukum.
- 3) Informasi yang dipublikasikan dapat diprediksi dengan baik oleh sebagian pelaku-pelaku pasar.
- 4) Investor adalah individual-individual yang lugas (*naïve investors*) dan tidak cangguh (*unsophisticated investors*). Pasar yang tidak efisien memiliki banyak investor yang bereaksi secara lugas, karena mereka mempunyai kemampuan yang terbatas dalam mengartikan dan menginterpretasikan informasi yang diterima. Investor justru

seringkali melakukan keputusan yang salah yang mengakibatkan sekuritas bersangkutan dinilai secara tidak tepat.

9. *Event Study*

Hartono (2013: 585) berpendapat bahwa studi peristiwa (*Event Study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Kandungan informasi adalah informasi yang terdapat dalam suatu pengumuman yang dapat mempengaruhi reaksi dari pasar. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Reaksi pasar ditunjukkan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Menurut Samsul (2006: 275) *abnormal return* adalah selisih antara *return* aktual dengan *return* yang diharapkan (*expected return*), yang dapat terjadi sebelum informasi resmi diterbitkan atau telah terjadi kebocoran informasi sesudah informasi resmi diterbitkan. *Expected return* dapat dihitung dengan (1) sesuaian-rata-rata lalu (*mean-adjusted model*), (2) model sesuaian pasar (*market adjusted-model*), dan (3) model pasar (*market model*).

10. Model Perhitungan *Abnormal Return*

Studi peristiwa menganalisis *abnormal return* dari sekuritas yang mungkin terjadi disekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Return normal merupakan return ekspektasian (return yang diharapkan oleh investor). Jadi, *abnormal return* adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian, sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan:

$RTN_{i,t}$ = *abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = *return* realisasian yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Return ekspektasian merupakan return yang harus diestimasi. Menurut Brown dan Warner (1985) dalam Hartono (2013: 610) return ekspektasian dapat dicari dengan menggunakan tiga model, yaitu:

a. *Mean – Adjusted Model*

Market Adjusted Model menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi

karena *return* sekuritas yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar. Berikut adalah rumus menghitung *Market Adjusted Model*:

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$ = *return* realisasian sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-j.

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2 .

b. *Market Model*

Market model dalam menghitung *return* ekspektasian dilakukan dengan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasian dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasian untuk mengestimasi *return* ekspektasian di periode jendela. Model ekspektasian dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = *return* ekspektasian sekuritas ke-i pada periode estimasi t

α_i = *intercept*, *independen* terhadap R_{mt}

β_i = *slope*, *resiko sistematis*, *dependen* terhadap R_{mt}

ϵ_{it} = *kesalahan residu* sekuritas i pada periode estimasi ke t

R_{mt} = *return* indeks pasar, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHS_{G_t} - IHS_{G_{t-1}}}{IHS_{G_t}}$$

Keterangan:

IHS_{G_t} = Indeks Harga Saham Gabungan ke 1

$IHS_{G_{t-1}}$ = Indeks Harga Saham Gabungan ke t

c. *Market Adjusted Model*

Market Adjusted Model menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi sama dengan *return* indeks pasar. Berikut adalah rumus menghitung *Market Adjusted Model*:

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

Keterangan:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari ke t

R_{it} = *actual return* saham i pada hari ke t

R_{mt} = *return* indeks pasar, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHS_{G_t} - IHS_{G_{t-1}}}{IHS_{G_t}}$$

Keterangan:

IHS_{G_t} = Indeks Harga Saham Gabungan ke 1

$IHS_{G_{t-1}}$ = Indeks Harga Saham Gabungan ke t

11. Akumulasi Return Taknormal (*Cumulative Abnormal return*)

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan *cumulative abnormal return*. *Cumulative abnormal return* (CAR) adalah akumulasi *abnormal return* harian untuk setiap jenis saham. *Cumulative abnormal return* digunakan untuk membandingkan setiap jenis saham yang terpengaruh pada sebelum dan sesudah peristiwa terjadi. Rumus sebagai berikut:

$$CAR_{it} = \sum_{t=-1}^n AR_{it}$$

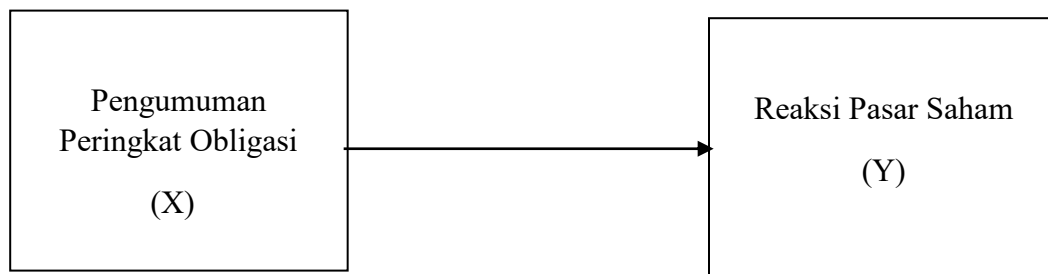
Keterangan:

CAR_{it} = *Cumulative Abnormal Return* saham i pada hari t

AR_{it} = *Abnormal return* saham i pada hari t

C. Kerangka Pikir Penelitian

Penelitian ini akan menganalisis pengaruh pengumuman peringkat obligasi terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan metode studi peristiwa (*event study*) yang dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman. Pada saat terjadi perubahan peringkat obligasi baik kenaikan maupun penurunan peringkat, pasar akan menanggapi informasi tersebut. Publikasi pengumuman *bond rating* akan memberikan dampak berupa *abnormal return* saham apabila dibandingkan dengan hari-hari diluar pengamatan, jika investor menggunakan informasi yang berupa pengumuman *bond rating* dalam kegiatannya.



Gambar. 2.1. Pengaruh Pengumuman Peringkat Obligasi

D. Hipotesis

Berdasarkan tinjauan pustaka dan kerangka penelitian tentang pengaruh pengumuman peringkat, maka hipotesis penelitian ini dapat disusun sebagai berikut: Pengumuman Peringkat obligasi berpengaruh terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia.